

รายงานวิเคราะห์การลงทุนเชิงกลยุทธ์และประเมินมูลค่า CPALL (ระยะ 3-5 ปี)

ในฐานะผู้อำนวยการฝ่ายวิจัยหลักทรัพย์อาวุโส ผมขอเสนอรายงานวิเคราะห์เชิงปริมาณและคุณภาพของ CPALL (7-Eleven) เพื่อประเมินความยั่งยืนของกำไร (Earnings Sustainability) และการสร้างส่วนต่างผลตอบแทน (Alpha) ในระยะยาว โดยมุ่งเน้นไปที่ประสิทธิภาพการดำเนินงานและการปรับโครงสร้างเงินทุนภายใต้สภาวะตลาดที่มีความผันผวนสูง

1. การวิเคราะห์ผลประกอบการและคุณภาพของกำไร (Financial Performance & Earnings Quality)

ความแข็งแกร่งของ CPALL ในช่วงครึ่งปีแรกของปี 2026 สะท้อนผ่านกลยุทธ์ **"Execution of Excellence"** ซึ่งมุ่งเน้นการขยายตัวที่สมดุลกับการรักษาอัตรากำไร (Margin Defense) แม้สภาวะกำลังซื้อจะมีความท้าทาย แต่บริษัทฯ ยังสามารถรักษาระดับการเติบโตของกำไรสุทธิ (Net Profit) ในอัตราสองหลักได้ทั้งในระดับงบเฉพาะกิจการและงบรวมตารางเปรียบเทียบผลประกอบการ **2Q26 และ 1H26: CVS vs. Consolidated** | รายการ (Metrics) | 2Q26 CVS | 2Q26 Consolidated | 1H26 CVS | 1H26 Consolidated | นัยสำคัญเชิงวิเคราะห์ || ----- | ----- | ----- | ----- | ----- || **Total Revenue** | 137,035 MB | 265,760 MB | 268,424 MB | 533,433 MB | รายได้ CVS เติบโตเด่นกว่ารวม (+6.5% YoY ใน 1H26) || **Gross Profit Margin** | 29.3% | 22.8% | 29.5% | 22.8% | CVS รักษา Margin ได้มั่นคงในระดับสูง || **Net Profit Growth** | +13.5% YoY | +11.0% YoY | +15.7% YoY | +15.9% YoY | คุณภาพกำไร 1H26 แข็งแกร่งกว่ารายได้รวม || **EBIT Margin** | 10.0% | 5.2% | 9.2% | 5.6% | Operating Efficiency ปรับตัวดีขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ |

การวิเคราะห์โครงสร้างหนี้และประสิทธิภาพเงินทุน (Capital Structure & Efficiency) ประสิทธิภาพการบริหารเงินทุนหมุนเวียนยังคงเป็นจุดแข็งสำคัญ โดย **Cash Cycle** อยู่ที่ (22.5) วัน แม้จะเพิ่มขึ้นจาก (25.7) วันในช่วงเวลาเดียวกันของปีก่อนหน้า แต่ยังคงสะท้อนถึงอำนาจการต่อรอง (Bargaining Power) ที่สูงเหนือคู่ค้าอย่างไรก็ตาม โครงสร้างหนี้สินมีความเสี่ยงที่ต้องจับตามอง (Refinancing Risk) เนื่องจากบริษัทมีภาระพันธบัตร (Bond) สูงถึง 264,665 ล้านบาท ซึ่งสูงกว่าสินเชื่อบanca (Bank Loan) ที่มีเพียง 54,910 ล้านบาท ถึงเกือบ 5 เท่า การพึ่งพาตลาดทุนในสัดส่วนที่สูงอาจสร้างแรงกดดันต่อต้นทุนทางการเงินในสภาวะดอกเบี้ยขาขึ้น นอกจากนี้ยังมี **หนี้สินตามสัญญาเช่า (Lease Liabilities)** อีก 119,870 ล้านบาท ซึ่งเป็นภาระผูกพันคงที่ที่กดดันบรรทัดสุดท้ายของกำไรสุทธิ (EBIT-to-Net Profit Bridge) **สรุปคุณภาพกำไร:** Margin Momentum ยังคงเป็นบวกจากการควบคุม Product Mix อย่างมีประสิทธิภาพ ความแข็งแกร่งของกระแสเงินสดในระดับ Consolidated คือรากฐานสำคัญสำหรับการขยาย Scale-driven Moat ในหัวข้อถัดไป

2. ปัจจัยขับเคลื่อนการเติบโตและการขยายโครงข่าย (Growth Drivers & Network Expansion)

การขยายสาขา (Physical Footprint) ยังคงเป็นฟันเฟืองหลักในการรักษา Market Share โดย ณ สิ้น 2Q26 มีสาขารวมทั้งสิ้น **16,284 สาขา** ซึ่งเน้นความคล่องตัวผ่าน Stand-alone เป็นหลัก **การวิเคราะห์โครงข่ายและพฤติกรรมผู้บริโภค**

- **Store Segmentation:** บริษัทเน้นสาขา Stand-alone (14,024 สาขา) เพื่อลดการพึ่งพาทรัพยากรจากสถานีบริการน้ำมัน (PTT Station) ซึ่งมีสัดส่วนคงที่เพียง 2,260 สาขา
- **International S-Curve:** ในตลาดต่างประเทศ กัมพูชาขยายตัวต่อเนื่อง (32 สาขา) แต่ใน **สปป.ลาว พบการปรับลดจำนวนลงเหลือ 39 สาขา (-24 สาขา)** ซึ่งสะท้อนถึงความท้าทายในตลาดใหม่และการปิดสาขาที่ไม่ทำกำไร (Strategic Consolidation) เพื่อเน้นคุณภาพมากกว่าปริมาณ

- **Strategic Product Mix:** สัดส่วนรายได้จากกลุ่มอาหาร (Foods) พุ่งแตะ **77.5%** ใน 2Q26 พร้อมอัตรากำไรขั้นต้นกลุ่มอาหารที่ 28.1% การเปลี่ยนผ่านเป็น Food Retailer เต็มรูปแบบคือ หัวใจหลักของการทำ Margin Uplift
- **O2O Contribution:** สัดส่วนรายได้ O2O ทรงตัวอยู่ที่ **11.0%** ติดต่อกันตั้งแต่ปี 2023 บ่งชี้ถึงระดับ "Ceiling" หรือเพดานการเติบโตของช่องทางดิจิทัลในปัจจุบัน ทำให้ความสำคัญกลับมาอยู่ที่ประสิทธิภาพการบริการหน้าร้าน (Physical Store Efficiency) การประสานระหว่างการเพิ่ม SSSG (+0.8% ใน 2Q26) และการปรับ Product Mix คือการสร้างปรากฏการณ์ทางธุรกิจที่คู่แข่งรายใหม่เจาะเข้าถึงได้ยาก

3. ความได้เปรียบในการแข่งขันและข้อโต้แย้ง (Ecosystem Moat & Counter-arguments)

Ecosystem ของ CPALL มีความได้เปรียบเชิงโครงสร้างผ่านการ Synergy ระหว่างหน่วยธุรกิจ CVS, Wholesaling (Makro) และ Retailing (Lotus's) **ตารางวิเคราะห์ส่วนแบ่งรายได้และกำไร (Segment Mix Analysis - 1H26)** | Business Segment | Revenue Contribution | EBIT Contribution | นัยสำคัญเชิงกลยุทธ์ || ----- | ----- | ----- | ----- || **CVS (7-Eleven)** | 67% | 47% | เป็น Cash Cow หลักที่สร้างรายได้มหาศาล || **Makro (Wholesale)** | 11% | 26% | มีประสิทธิภาพการทำกำไร (Margin) ต่อกำไรสูง || **Lotus's (Retail)** | 12% | 21% | ช่วยเสริมความแข็งแกร่งด้านการกระจายสินค้า |

ข้อโต้แย้งและความเสี่ยงเชิงโครงสร้าง (Counter-arguments)

1. **SG&A Creep:** แม้จะมีนโยบายควบคุมต้นทุน แต่สัดส่วน SG&A ต่อรายได้รวมปรับเพิ่มขึ้นจาก **19.2% ใน 1Q26 เป็น 20.2% ใน 2Q26** สะท้อนถึงแรงกดดันจากค่าใช้จ่ายบุคลากร (19%) และค่าสาธารณูปโภค (15%) ที่เพิ่มขึ้นตามการขยายสาขา
2. **Concentration Risk:** การพึ่งพากลุ่มสินค้าอาหารสูงถึง 77.5% ทำให้บริษัทมีความอ่อนไหว (Sensitivity) ต่อความผันผวนของราคาวัตถุดิบและต้นทุนพลังงาน
3. **Refinancing Pressure:**หนี้สินพันธบัตรมูลค่ามหาศาลและ Lease Liabilities ระดับ 1.19 แสนล้านบาท สร้าง Operating Leverage ที่สูง ซึ่งจะกลายเป็นผลเสียทันทีหากเกิดภาวะ Consumption Downturn

4. การวิเคราะห์สถานการณ์ Bull / Base / Bear Case (3-5 Year Scenario Analysis)

Bull Case (Optimistic):

- SSSG เติบโตมากกว่า 5% จากการฟื้นตัวของภาคการท่องเที่ยวและการจับจ่ายแบบก้าวกระโดด
- การขยายสาขาในกัมพูชาและลาวเริ่มสร้าง Economy of Scale (International S-Curve เริ่มทำงาน)
- **Outcome:** EPS Growth > 15% และมีการ Deleveraging ลดหนี้สินลงอย่างรวดเร็ว

(On-plan Execution):

- SSSG ทรงตัวที่ 1-3% ขยายสาขา 700 แห่งต่อปีตามเป้าหมาย
- รักษาระดับ Margin ของกลุ่มสินค้าอาหารได้คงที่
- **Outcome:** EPS เติบโตที่ 10-12% ต่อปีตามการเติบโตของเศรษฐกิจมหภาค

(Pessimistic):

- กำลังซื้อหดตัวรุนแรง SSSG ติดลบต่อเนื่อง
- ต้นทุนค่าแรงและค่าไฟฟ้าพุ่งสูง กดดันให้ SG&A ต่อรายได้พุ่งเกิน 21%
- ภาระหนี้สิน Lease Liabilities (119B THB) กดดันกำไรสุทธิอย่างหนักในภาวะที่รายได้ไม่โต
- **Outcome:** Net Profit ทรงตัวหรือเติบโตต่ำกว่า 5%

5. ความเสี่ยงหลักและตัวชี้วัดที่ต้องติดตามใน 12-24 เดือน (Key Risks & Monitoring Metrics)

1. **SG&A % to Revenue Uptick:** ต้องเฝ้าระวังไม่ให้เกินระดับ 20.5% เพื่อรักษาประสิทธิภาพการทำการค้า
2. **Bond Refinancing Environment:** ติดตามอัตราดอกเบี้ยในตลาดหุ้นกู้ ซึ่งจะมีผลโดยตรงต่อ Cost of Debt
3. **SSSG Momentum:** เกลนธ์เฝ้าระวังคือระดับ < 0.5% ซึ่งจะสะท้อนถึงภาวะอึมครึมของตลาดในประเทศ
4. **International Store Rationalization:** ติดตามการปรับฐานสาขาในลาวและกัมพูชาว่าจะเป็นการถอยเพื่อก้าวกระโดดหรือเป็นสัญญาณของความล้มเหลวในตลาดต่างประเทศ**สรุปกลยุทธ์:** CPALL ยังคงเป็นหุ้นค่าปลีกที่มีความยืดหยุ่น (Resilient) สูง การเป็น Food Retailer ช่วยสร้างกระแสเงินสดที่สม่ำเสมอ อย่างไรก็ตาม นักลงทุนควรให้ความสำคัญกับการควบคุมค่าใช้จ่ายการดำเนินงานและการบริหารโครงสร้างหนี้เป็นอันดับหนึ่ง

6. ทะเบียนแหล่งอ้างอิงและการจำแนกข้อมูล (Reference Registry & Data Integrity)

ข้อเท็จจริง (Fact), การตีความ (Interpretation), สมมติฐาน (Assumption)

"รายได้รวม 1H26 อยู่ที่ 533,433 MB", ฐานรายได้แข็งแกร่งและขยายตัวตามเป้าหมายการดำเนินงาน, คาดการณ์รายได้รวมปี 2026 เติบโต 4-5% YoY

"หนี้สินพันธบัตร 264,665 MB และ Lease Liabilities 119,870 MB", บริษัทมี Operating Leverage และ Refinancing Risk สูง, อัตราดอกเบี้ยจ่ายเฉลี่ยจะยังทรงตัวในระดับปัจจุบัน

สัดส่วนรายได้ CVS 67% แต่ EBIT 47%, CVS เป็นหัวใจหลักในการดึง Traffic แต่การทำกำไรถูกกระจายไปยังส่วนอื่น, สัดส่วน EBIT จาก CVS จะค่อยๆ เพิ่มขึ้นจากการปรับ Product Mix

สาขาในลาวลดลง 24 สาขาใน 2Q26, มีการ Strategic Consolidation เพื่อปิดสาขาที่ประสิทธิภาพต่ำ, เป้าหมายการขยายสาขา 700 แห่งต่อปีจะเน้นคุณภาพมากกว่าปริมาณ

O2O Contribution คงที่ที่ 11.0%, การเติบโตผ่านช่องทางออนไลน์ถึงจุดอิ่มตัวในระยะสั้น, รายได้ O2O จะทรงตัวที่ระดับ 11-12% ในช่วง 12-24 เดือนข้างหน้า

แหล่งข้อมูล: 2Q2026 CPALL Business and Performance Briefing